

投资咨询资格号：
证监许可[2012]112

白糖品种
策略报告

2022 年 5 月 13 日

分析师

陈乔

软商品高级分析师

期货从业资格：F0310227

投资咨询资格：Z0015805

联系电话：0531-81916297

客服电话：400-618-6767

中泰期货研究所



中泰期货服务号



摘要

- 近期以来国内外糖市价格运行处于调整运行态势中，国际原糖从 20 美分上方逐步回落至 18.5 美分/磅下方运行，内糖价格则跟随国际糖价回落运行，但是截至 5 月 12 日，郑糖主力合约下探跌破 5800 关口，多空在此关口附近展开争夺，且资金表现从五一过后就持续均处于大幅增仓运行的态势，说明多空在此价位附近已经出现明显的分歧。
- 然而，对于相对价格而言，内外糖均运行至一个多空分水的价格区间，且从价格回落的幅度来看，自 4 月 13 日国际糖市从 20.51 美分高点回落至 18.5 美分的跌幅来看，原糖从高点回落至低点的最大幅度达到 10% 以上。国内糖价走势则相对显得抗跌，此波郑糖从高点 6096 元/吨高点下挫至 5 月 12 日低点，最大跌幅仅 5.1%。这么看来内外糖的强弱已经悄然转变了。
- 基于国际糖市的供应端趋于宽松，而国内供应端预期趋紧，内外糖的强弱或伴随时间向后推移而逐步转换，外强内弱的格局或正在展开。因此，对于国内糖市而言，在疫情逐步好转后，预计终端消费的表现会有所体现，对之前需求端的忧虑才会消退，一旦之前忧虑需求的市场情绪得到释放，将可能迎来糖价再度开启震荡走强之势。
- 风险因素：原油价格波动风险、疫情影响令需求缓慢

供需预期发生转变，内外糖强弱或要转化

近期以来国内外糖市价格运行处于调整运行态势中，国际原糖从 20 美分上方逐步回落至 18.5 美分/磅下方运行，内糖价格则跟随国际糖价回落运行，但是截至 5 月 12 日，郑糖主力合约下探跌破 5800 关口，多空在此关口附近展开争夺，且资金表现从五一过后就持续均处于大幅增仓运行的态势，说明多空在此价位附近已经出现明显的分歧。

然而，对于相对价格而言，内外糖均运行至一个多空分水的价格区间，且从价格回落的幅度来看，自 4 月 13 日国际糖市从 20.51 美分高点回落至 18.5 美分的跌幅来看，原糖从高点回落至低点的最大幅度达到 10% 以上。国内糖价走势则相对显得抗跌，此波郑糖从高点 6096 元/吨高点下挫至 5 月 12 日低点，最大跌幅仅 5.1%。这么看来内外糖的强弱已经悄然转变了。

图 1：国内外期货糖价走势



来源：文华财经，中泰期货整理

国际原糖走弱基于全球糖市供需局势预期发生了变化，但变数仍较大

(1) 北半球产量供应超预期增加叠加未来增产前景

全球糖市供需局势发生变化主要来自供应端的预期超过我们之前的判断，上期我们的报告已经阐述了 2021/22 年度，北半球食糖产量已经超预期增加，然而，当下超预期规模仍在继续。截至 5 月 1 日，2021/22 年度泰国累计产糖 1013 万吨。截至 4 月底，印度本榨季累计产糖 3423.7 万吨，且仍有 217 家糖厂仍在压榨，比去年同期还多出 111 家，食糖产量超过之前预估是 3500 万吨以上的可能性极高。因此，机构调整了 2021/22 年度全球食糖供需预估，Green Pool 将 2021/22 年度全球食糖供需由 1 月份预估供应短缺 203.1 万吨调整为过剩 228.5 万吨。

基于较好的食糖价格，当前北半球糖料种植已经下种，泰国和印度种植积极性较高，机构预计 2022/23 年度泰国和印度仍将进入增产状态，其中泰国有望产糖 1150 万吨，印度食糖产量有望增加 100 万吨至 3650 万吨（分析机构 Stone

X)，而 Datagro 机构对泰国 2022/23 榨季的产量预估则在 1300 万吨。对于巴西 2022/23 榨季的食糖产量，各大机构的预估分歧较大，各大机构预巴西中南部地区食糖产在 2900-3400 万吨之间，高低产量间的预估差在 500 万吨。其中 Stone X 预计巴西中南部地区 2022/23 年度食糖产量 3390 万吨，路易达孚则预计为 2900 万吨。

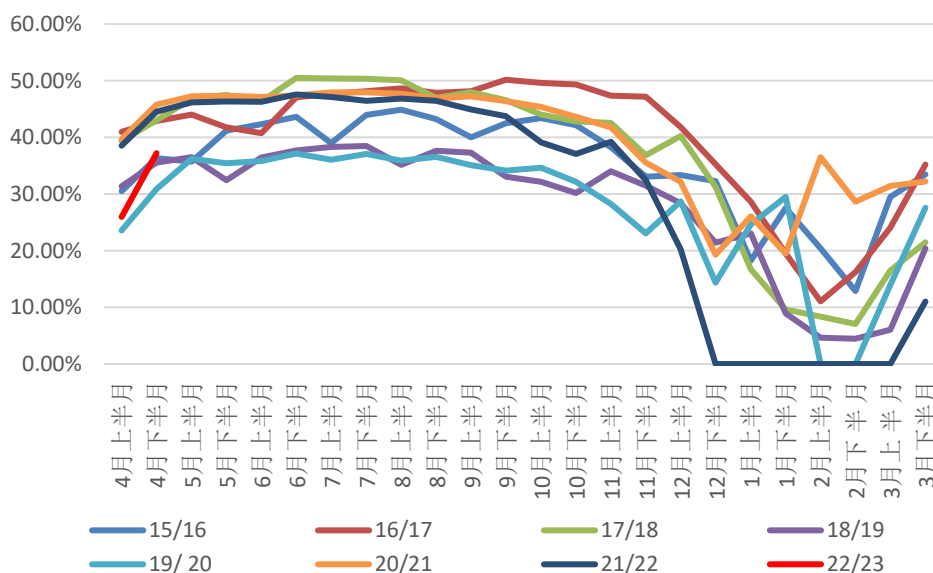
基于北半球食糖产量超预期增加及新榨季增产预期下，Stone X 与 Green pool 分别预计 2022/23 年度全球食糖供应将转向过剩，过剩量分别是 141 万吨和 410 万吨。

(2) 巴西食糖产量存较大变数

2021/22 年度，巴西中南部地区由于遭遇干旱和严寒影响，甘蔗产量锐减，整个榨季仅压榨甘蔗 5.23 亿吨，同比减少 13.6%。对于从 4 月 1 日开始就进入 2022/23 榨季的巴西中南部地区来说，甘蔗生长季雨水相对良好，且生产商延迟开榨，利于甘蔗生长及糖分累积，甘蔗产量预计增加，预估值在 5.5-5.62 亿吨，增幅在 5%-7%。因此，整体预估巴西中南部地区糖产量将较 2021/22 年度有所增加（除路易达孚预估外），增幅差异较大，变数点在于甘蔗制糖比。

2022/23 年度，巴西中南部地区甘蔗制糖比多数机构预估均下降，因全球能源价格的高企，令巴西国内乙醇价格走高，乙醇价格相对食糖的价格更具生产优势，预计 2022/23 年度甘蔗生产糖的比例在 43.6%-44.8%，低于 2021/22 榨季 45% 的甘蔗制糖比大约 0.5-2 个百分点。从历史上的甘蔗制糖比来看，2021/22 榨季的甘蔗制糖比处于历年同期较高水平，2022/23 榨季已经开始，4 月上半月和下半月甘蔗制糖比分别是 25.95% 和 37.2%，均同比偏低 7 个百分点以上。后续需要动态关注巴西甘蔗制糖比的变化情况，这是巴西食糖产量变数最大的不确定性。

图 2：巴西中南部地区双周甘蔗制糖比



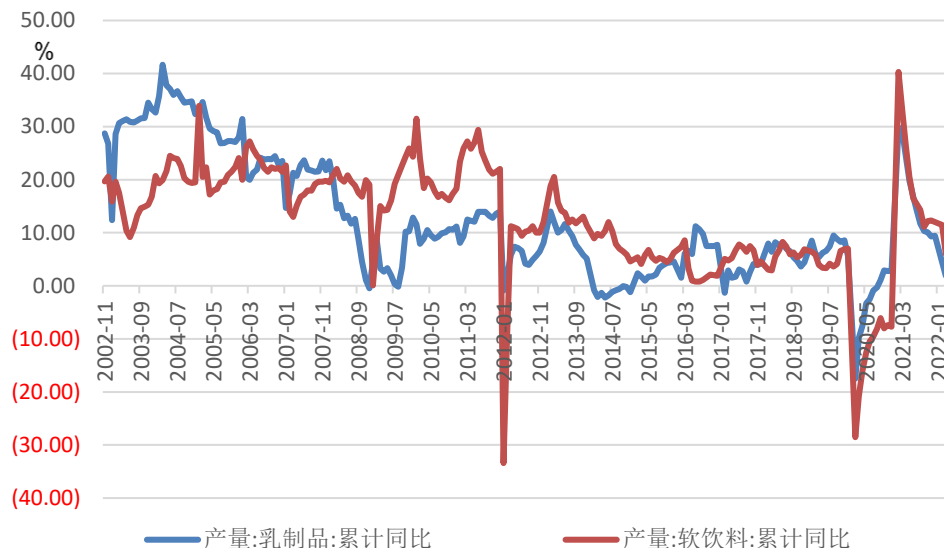
来源：沐甜科技新闻整理，中泰期货整理

国内糖价走低受需求端的忧虑影响，但实际影响或有限

自 3 月中旬以来，我国疫情散点散发较多，局部地区的疫情管控的影响令餐饮行业遇冷，给国内食糖行业的需求带来忧虑。但从产销数据来看，3、4 月我

国国产糖整体销量较去年同期是有所增加的，实际销量并不差，2022 年 3-4 月两月我国国产糖累计销量 170.67 万吨，同比去年同期增加 13.6 万吨。另外，我们从终端含糖食品的生产情况来看，3 月我国软饮料产量 1723.72 万吨，同比去年 1770.7 万吨减少 47 万吨，降幅 2.3%；乳制品 250.1 万吨，同比 256.9 万吨减少 6.8 万吨，降幅 2.6%，但二者产量均高于新冠疫情初年 2020 以前近三年的水平。从 1-3 月累计产量来看，软饮料和乳制品产量均同比保持增势，软饮料 3 月产量累计增幅 6%，乳制品产量累计增幅 1.9%。

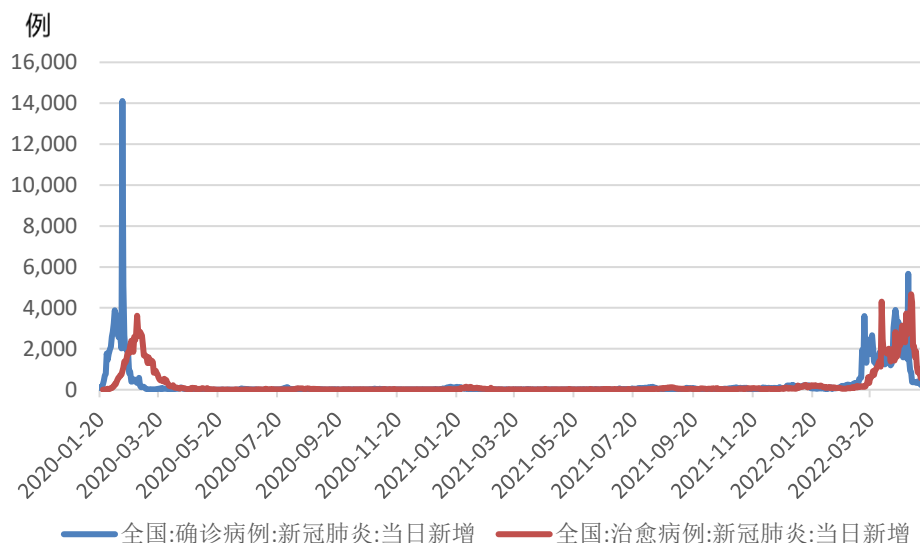
图 3：含糖食品产量累计同比增幅



来源：Wind，中泰期货整理

当前，我国疫情正在快速好转，从全国的新冠肺炎日新增和日治愈的情况来看，新冠肺炎新增数量自 4 月底后就出现明显的回落，且在五一后，治愈率亦出现了高峰，进一步说明我国新冠疫情管控和治病能力的效果得到体现。全国日新增新冠病例从四位数快速下滑至三位数低位水平。截至 5 月 11 日，全国新冠病例新增 237 例。

图 4：全国新冠肺炎确诊及治愈情况



来源：Wind，中泰期货整理

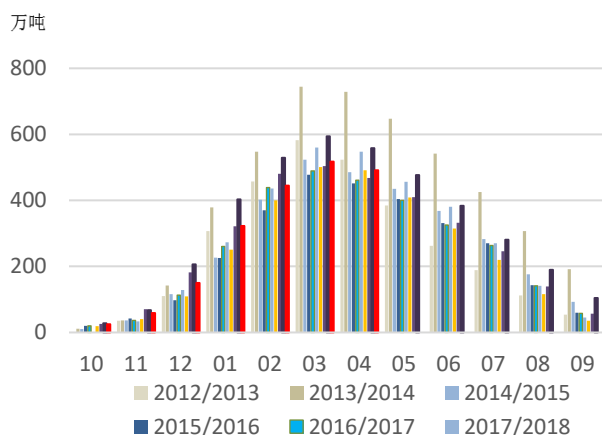
虽然新冠疫情影响存在消费忧虑，最终影响了多少消费我们当前还无法评估，但中国农业信息网 5 月发布的中国食糖供需形势分析未对我国食糖消费进行调整，维持 1550 万吨消费量预估水平。由于疫情缓解速度加快，且食糖属于食品消费的原料，刚需性强，疫情管控期间也需要消耗，更何况是局部性疫情对糖的实际消费影响就更小，市场表现更多的是情绪的影响。

国内供给端的减少是未来糖价走强的基础，但阶段性仍然充裕

中国农业信息网发布的中国食糖供需平衡表（5 月）显示，下调了 2021/22 中国食糖产量至 972 万吨，较四月预估的中国食糖产量 1007 万吨下调 35 万吨，主要是受不利天气和疫情等多因素影响，甘蔗和甜菜出唐率不同程度下降，加上云南境外种植甘蔗入境数量及质量大幅下降所致，产量低于预期。因此整体上国产糖供应较上一年度总计减少将近 94 万吨，相当于国产糖一个月的食糖销量。且自 5 月以后，新增库存将会呈现下行态势。截至 4 月底，国内新增工业库存为 491.3 万吨，同比减少 67.01 万吨。

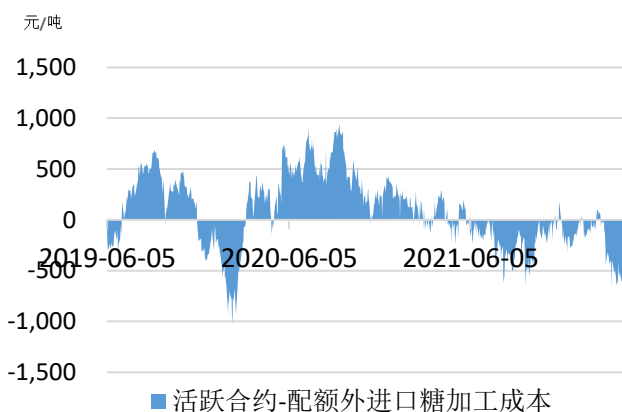
不过当前国内内外糖价差持续处于倒挂状态（配额外进口糖 50% 关税计算），倒挂幅度在 400-600 元/吨，进口规模存在下降预期。且根据商务部公布的大宗农产品进口信息，4 月 1-15 日预报，配额外原糖本期进口实际装船 31430 吨，4 月进口预报装船 0 吨，下月进口预报装船 0 吨，4-15 日本期时机到港 92465.23 吨，下期（4 月 15 日-30 日）预报到港 130339.1 吨，本月预报到港 282829.1 吨，下月预报到港 31430 吨。对于国内进口供应来说，进口同比均出现较大幅度的回落，2022 年 1-3 月累计进口 94 万吨，同比减少 31 万吨。

图 5：国产糖新增工业库存



来源：wind，中泰期货整理

图 6：国内配额外进口糖利润



来源：wind，中泰期货整理

虽然供给端减少给未来糖价走升提供了基础。不过当前国内食糖工业库存仍在年内较高水平，国内食糖阶段性仍表现充裕，且疫情缓解刚刚开始，真正表现到终端消费起色仍需时间去兑现，我们后续需要关注消费端边际需求的变化。

基于国际糖市的供应端趋于宽松，而国内供应端预期趋紧，内外糖的强弱或伴随时间向后推移而逐步转换，外强内弱的格局或正在展开。因此，对于国内糖市而言，在疫情逐步好转后，预计终端消费的表现会有所体现，对之前需求端的忧虑才会消退，一旦之前忧虑需求的市场情绪得到释放，将可能迎来糖价再度开启震荡走强之势。

风险因素：原油价格波动风险、疫情影响令需求缓慢

免责声明：

中泰期货股份有限公司（以下简称本公司）具有中国证券监督管理委员会批准的期货投资咨询业务资格（证监许可〔2012〕112）。本报告仅限本公司客户使用。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了本公司在最初发布该报告当日分析师的判断，是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可在不发出通知的情况下发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。本公司并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。

本报告的知识产权归本公司所有，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何方式进行复制、传播、改编、销售、出版、广播或用作其他商业目的。如引用、刊发、转载，需征得本公司同意，并注明出处为中泰期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。